

# コーポレートガバナンス・コードに対するフルコンプライ企業の株式パフォーマンス

鄭 義 哲

## 1. はじめに

次の図表1をみてもらいたい。米国と日本の株価グラフ（米国はS&P500、日本は日経平均株価）である。日本経済の（株式市場における）バブルのピークだった1989年12月を含みその前年度から直近（2017年6月）までを測定期間とし作成したものである。バブルの生成や崩壊を経験しながらも長期のスパンで見ると過去の最高値を塗り替えて右肩上がりの傾向を見せている米国の株式市場とは異なって、バブル経済の崩壊後の日本の株式市場は文字通りフラットライン（flatline）に近い形状を見せている。バブル経済が崩壊してからは、いわゆる「失われた10年」さらに「失われた20年」という、長い低迷が続いた日本株式市場のアンダーパフォーマンスの姿が改めてよくわかる。

図表1 日経平均株価とS&P500の株価推移



注) 1988年8月末の値を100としている。日経平均株価は日経NEEDSのFinancial Questより、S&P500は<http://finance.yahoo.com>よりデータを取り、筆者作成。以下同じ。

日本株式市場のアンダーパフォーマンスはPBR（株価純資産倍率）データからも読み取ることができる。日本市場のPBR値は世界の主要市場のそれと比べても低く、2014年5月24日付の日本経済新聞によると、「PBRの値が1倍を割る企業は東京証券取引所第一部銘柄で5割強も存在し、2銘柄の一つが万年割安銘柄で放置されている状態である（割安のワナ）」という。また同紙では、「米主要500社で1倍割れはわずか5%である点」も指摘しており、日本の株式市場に対する投資家の評価の低さが分かる<sup>1)</sup>。

日本の株式市場へのこのような低い評価の主な原因として同紙は、海外投資家の見解を借りて二つのG、すなわちグロース（成長）とガバナンス（企業統治）を取り上げている。日本企業の収益性の低さ、またその成長ポテンシャルの弱さが日本企業に対する市場の低評価につながっているという。また企業価値最大化のための仕組みとしてのコーポレートガバナンスも株価上昇のためのもう一つの課題として指摘されている。日本の株式市場における外国人投資家のプレゼンスが高まっている中で<sup>2)</sup>、彼らの投資判断の物差しでは不十分に映る日本企業の当該指標は、日本の株式市場のフラットライン化に少なからず貢献しているというのは投資家や企業のもつ共通認識だといっても過言ではないだろう。それは閣議決定された「日本再興戦略」の改正版（2014年6月）においても垣間見ることができる。当該レポートでは改正戦略における鍵となる施策としてその冒頭に日本企業の「稼ぐ力」を取り戻すこととしている。そのための課題として、グローバル・スタンダードの収益水準<sup>3)</sup>・生産性の達成が求められ、コーポレート

1) 日本企業の低いPBRについては近藤・柳（2013）でも指摘されている。

2) 東京証券取引所の株式分布状況調査（2016年度：<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/j-bunpu2016.pdf>）によると、2016年度時点の外国人投資家の保有比率（金額ベース）は30.1%を示しており、1990年度の4.7%より約540%増えている。

3) 特に国際的に比較した日本企業の自己資本利益率(ROE)水準の低さは長い間、指摘されてきている。平成27年度の生命保険協会の調査（株式価値向上に向けた取り組みについて）によると、投資家（機関投資家）へのアンケート調査の結果、企業の経営項目として重視すべき指標として投資家からの回答がもっとも多かったのがROE（投資家の79.8%、前年度は93%）。また一橋大学大学院特任教授の伊藤邦雄氏を取りまとめた報告書（2014年8月に最終版が公表された）、いわゆる「伊藤レポート」では日本企業の低い資本生産性を指摘し、すくなくとも資本コストを上回るROE8%水準を目指すべきだと提言している。

ガバナンスはその課題を達成するための最大のカギとなっているとしている。

このような流れの中で企業のコーポレートガバナンス改革の動きは加速づいて、2015年6月からは東京証券取引所が上場規則で定めた「コーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）」<sup>4)</sup>が施行された<sup>5)</sup>。同コードは望ましい原則として73項目を挙げており<sup>6)</sup>、その実施に当たっては、上場企業はコンプライ（comply、順守）するかまたはコンプライしない場合にはその理由についてのエクスプレイン（説明）が求められている。

ガバナンスコードの施行によって企業のガバナンス改革は着々と進み始めており、東証の1部・2部の場合、ガバナンス報告書提出会社は2530社で、すべての項目にコンプライする会社数は（以下、フルコンプライ企業とする）19.9%の504社で一部原則をエクスプレインしている会社が80.1%の2026社（うち、コンプライしている原則の数が90%以上の会社は64.8%の1639社）である（2016年12月31日までの状況）<sup>7)</sup>。

本稿は、フルコンプライ企業にフォーカスをあて、当該企業（群）の株式市場におけるパフォーマンスについてみる。コーポレートガバナンスの優等生について株式市場はどのような評価をしてきているのかについて観察する。もっとも、企業統治指針への対応としてフルコンプライする

- 4) コーポレートガバナンスコードの先駆けは英国といわれている。「英国のコーポレートガバナンスコードの全身は1992年に策定された英国の「キャドベリー報告書（The report on the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance）」とされる。1980年代後半から1990年代初頭にかけて、大企業の不祥事が相次いだことに対応すべく、キャドベリー報告書では、取締役会の監督機能強化、非業務執行取締役の活用など、ベストプラクティスが提示された。」（藤田(2016)のp15)
- 5) コーポレートガバナンスコードが施行される前年度の2014年2月には企業への資金提供者の代理人としての機関投資家の規律を要求する「日本版スチュワードシップ・コード」が金融庁より発表された。資金の使い手としての企業への指針であるコーポレートガバナンスコードと投資家への指針であるスチュワードシップ・コードの両方が同時に運営されるようになった。
- 6) 東京証券取引所1・2部上場企業においては73項目すべて、そしてJASDAQ、マザーズ上場企業については基本原則5項目が対象。
- 7) 日本取引所グループのホームページ（2017年6月19日の時点）  
<http://www.jpx.co.jp/news/1020/20170116-01.html>より。

ことだけをもってガバナンスの優等生と定義するのは単純すぎる。企業の置かれている状況によっては実施しない合理的な理由があるケースもあるだろう<sup>8)</sup>。またコンプライが、企業の実質的行動の変化につながるものでなく出された指針に形式的に従うものであれば、なおさらのことであろう。しかし、本稿では定義の厳密さの追求より、コーポレートガバナンス・コード施行初年度の最初のフルコンプライ企業である点に意味を付与し、便宜上当該企業をコーポレートガバナンス優等生とみなし、当該企業の特性を株式市場からの観点からみとめることにする<sup>9)</sup>。パフォーマンス評価の測定期間は企業の属性（フルコンプライ企業であるかどうか）が判明した後ではなく前をとっている。その理由は、ガバナンスコード実行にフルにコミットすることによる企業のパフォーマンスへの影響を測定するには施行後まだそれほど時間がたっていない点がある。ガバナンスコードを導入するからといってすぐその効果が表れるものではなく、また評価をする投資家側においても、ガバナンスコードへの企業のコミットメントが形式的な要件を満たすものなのかそれとも実質的中身を伴うものなのかについてはある程度の長期の視点が必要となるだろう。そこで本稿では、フルコンプライ企業の特徴を過去のパフォーマンスから観察し、過去の株式市場が将来のフルコンプライ企業をどのように評価してきたのかを分析しその結果を報告する。

- 
- 8) 例えば、花王は指針が適用された2015年6月時点では73項目すべてに従っていたが、2016年2月、あえて3項目は従うのをやめたという。それは指針をきっかけに株主との対話が増え、独自の事情を説明して理解を得られたからだという（日本経済新聞、2016年4月25日）。（注）：本稿では花王をフルコンプライ企業としてカウントし分析を行った。本稿で用いたパフォーマンス測定期間の終了時点（2016年3月）が花王の情報更新（フルコンプライからエクスペインに）の時期（2016年2月）と近いということもあってフルコンプライ企業としてみなした。
- 9) フルコンプライ企業のみを対象とするのは、定義上上場企業はコンプライしない場合はその理由をエクスペインしなければならない。したがってフルコンプライ企業以外はすべてエクスペイン企業となる。またフルコンプライ企業以外のエクスペイン企業もガバナンス優等生として分析対象に含む場合、コードを順守せずその理由をエクスペインする項目数の違いについてのグループ分けの判断基準が難しい。

コーポレートガバナンスへのフルコンプライが上場規定の変化に形式的に従うものでなく、市場が求める方向に真摯に向き合ってきた結果の対応であれば、過去の中長期のパフォーマンスにも表れているだろう。本稿の問題意識である。

## 2. 使用データおよび分析結果

### 2-1 使用データ

本稿の考察対象であるフルコンプライ企業の特定はQUICK ESG研究所 (<http://www.esg.quick.co.jp/research/413>) のサイトで公開されているデータ（エクセルファイル）によるものである<sup>10)</sup>。QUICK ESG研究所のサイトでは東証1部、2部上場会社から出されたガバナンス報告書を元にコンプライ企業やエクスプレイン企業の財務指標を集計している。本稿では当該研究所の公開データ（2015年6月1日から2016年3月25日までの提出企業）の中で金融業・電気ガス業を除く一般事業会社のうち、本データベースで特定されているフルコンプライ企業163社を分析対象とする<sup>11)</sup>。ただ、パフォーマンスの測定期間によって株式リターンのデータが取れない場合もあるので、実際の分析で使ったサンプル数は最大149社最小138社となっている。最大サンプル数の149社のリストとその業種名を本稿の最後の図表6に参考までに示しておく。なお、株価データに関しては日経NEEDSのFinancial Questから入手している。

### 2-2 分析結果

では、以下、フルコンプライ企業の特徴についてみてみよう。財務的特

---

10) 現在（2017年9月11日時点）はエクセルのファイルは公開されていない。

11) 2015年6月1日から2016年3月25日までの提出企業の中で金融・電気ガス業を除く215社の中には、関連情報の更新により重複して記載されている会社が含まれている。163社は重複するものを除いたものである。なお、当該サイトでは、2015年6月から2016年5月31日までに報告書を提出した企業を対象として財務指標を集計しているが、筆者がデータをダウンロードした時点においては2016年3月までのサンプルしか入手できなかったため、本稿の分析対象は2016年3月までのデータとなっている。

徴に関しては、QUICK ESG研究所のサイトで集計されているので、ここでは株式市場における評価（株式リターンのパフォーマンス）についてのみみてみる。

まず、最初にフルコンプライ企業の株式のローリターン（raw return）である。リターンは3年・5年・10年の長期のスパンで測定する。「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」というコーポレートガバナンス・コードの副題<sup>12)</sup>に整合した経営が行われているとしたら、パフォーマンスの測定期間は長期が適切であろう。なお、本稿は、公開情報のインパクトを考察するイベントスタディではなく、フルコンプライ企業の特徴を調べるのが目的であることから、測定期間の終了時点は各企業の情報公開時点と関係なく2016年3月末と統一し、そこから遡って3年・5年・10年を測定期間とした。まず、フルコンプライ企業の個別単位でのパフォーマンスの結果を報告し、次にフルコンプライ企業を一つの投資対象のグループとしてみなし、ポートフォリオ（フルコンプライ・ポートフォリオ）を組んで得られるパフォーマンスの結果を示す。

では、フルコンプライ企業の個別単位でリターン・パフォーマンスの結果をみてみよう。図表2にその結果を示している。各測定期間においてすべての（月次）株式リターンが取れるサンプルを対象とし、算出しているので期間別（3年・5年・10年）の会社数(149社・146社・138社)は異なる。フルコンプライ企業の保有期間リターンの平均はそれぞれ54.4%・87.7%・-3.4%で、比較対象として一緒に示しているTOPIXのそれら（30.2%・55%・-22%）よりは上回っており、ガバナンス優等生としての最低条件はクリアしているように見える。ただ、フルコンプライ企業総数に対する、TOPIXのリターンを上回っているフルコンプライ企業数の割合と定義した勝率では、5年で約52%・10年では約60%を見せており、フルコンプライ企業の約半分はTOPIXよりアンダーパフォーマンスしている結果でもある。表内の5列目には業種のリターン（業種別東証株価指数から計算）と比較し

---

12) <http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>より

た勝率も示しているが、概ねTOPIXの場合と似ているが保有期間が10年の時のフルコンプライ企業の勝率は約39%まで落ちる結果となっている。

図表2 フルコンプライ企業の保有期間リターン

保有期間	会社数	フルコンプライ	TOPIX	勝率(対TOPIX)	勝率(対業種)
3年	149	0.544	0.302	55.3%	57.0%
5年	146	0.877	0.550	51.7%	49.3%
10年	138	-0.034	-0.220	59.7%	39.1%

注) 3年(2013年4月から2016年3月)、5年(2011年4月～2016年3月)、10年(2006年4月から2016年3月)。勝率(対TOPIX)は、TOPIXのリターンを上回るフルコンプライ企業数の割合を、勝率(対業種)は所属している業種のリターンを上回る割合を意味している。

次にフルコンプライ・ポートフォリオのパフォーマンスについてである。図表3に、フルコンプライ企業全体を保有期間ごとにポートフォリオとして組んだと仮定した場合のフルコンプライ・ポートフォリオ(portfolio\_3y, portfolio\_5y, portfolio\_10y)のリターン・パフォーマンス(equal-weighted return)の結果を示している。比較対象としてはTOPIX以外に、フルコンプライ企業の多くが規模(株式時価総額)の大きい会社であることを考慮し<sup>13)</sup>、規模別のベンチマーク(規模別東証株価指数:大型・中型・小型)の結果も合わせて報告している。また、保有期間における各ポートフォリオ価値の変化をわかりやすく示すために、算出時点の値を1と指数化した折れ線グラフを図表4(①②③)に示している。いずれの保有期間においてもベンチマークと比べ、フルコンプライ・ポートフォリオはアウトパフォーマンスしている結果である(図表3)。また時系列によるポートフォリオ価値の推移からもフルコンプライ・ポートフォリオのパフォーマンスのよさは際立っていることが分かる(図表4の①②③)。どの時点で保有したと

13) Quick ESG研究所の集計結果図表1 (<https://www.esg.quick.co.jp/research/413>) をみると、フルコンプライ企業の時価総額の平均値は8048億円であるのに対して、エクスプレイン数が1つ以上の企業は1609億円、そしてエクスプレイン数が3つ以上の企業は1172億円である。

しても中長期的にはポートフォリオの価値は増大しており（対ベンチマーク）、コーポレートガバナンス・コードの目指す基本的考え方に合致している結果をみせている。

最後に図表5では、簡便的にリターンの標準偏差でリスクを調整した場合<sup>14)</sup>の結果を示しているが、リスク調整後のリターンの値でもフルコンプライ・ポートフォリオのアウトパフォーマンスの傾向は変わらない。投資対象としてのフルコンプライ・ポートフォリオの優位性をも示唆する結果である。

図表3 フルコンプライ・ポートフォリオのリターン（年次リターンに換算）

(I)	portfolio_3y	大型株	中型株	小型株	TOPIX
	0.171	0.076	0.120	0.107	0.092
(II)	portfolio_5y	大型株	中型株	小型株	TOPIX
	0.144	0.074	0.118	0.121	0.092
(III)	portfolio_10y	大型株	中型株	小型株	TOPIX
	0.021	-0.034	-0.010	-0.008	-0.025

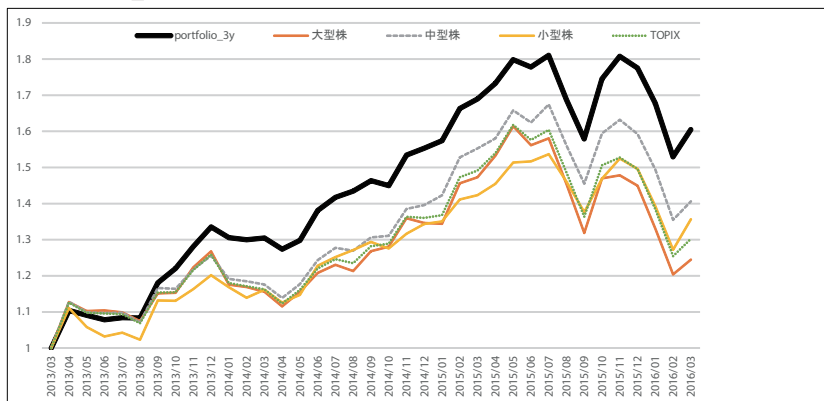
注) 大型株・中型株・小型株は東証規模別株価指数から算出している。

portfolio\_3y(5y・10y)は、フルコンプライ・ポートフォリオを3年(5年・10年)間、保有した場合のそれぞれのポートフォリオを意味している。以下の図表4(①②③)と図表5においても同様。

14) 保有期間におけるポートフォリオの月次リターンの平均から、月次リターンの標準偏差で割っているため、安全資産のリターンをゼロと置いたシャープレシオともいえる。

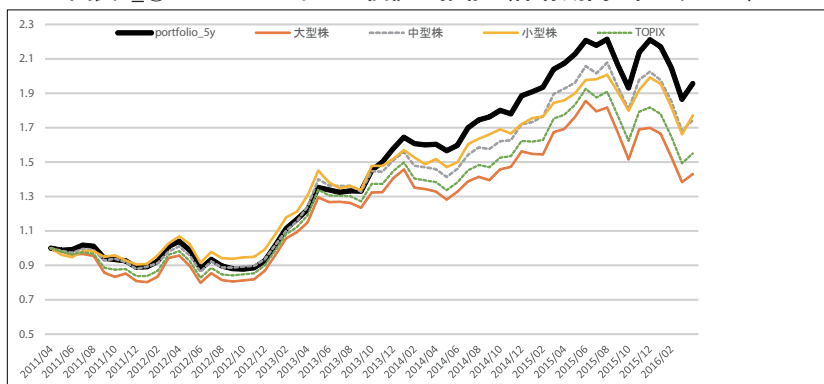


図表4\_① ポートフォリオ価値の推移（保有期間3年のケース）

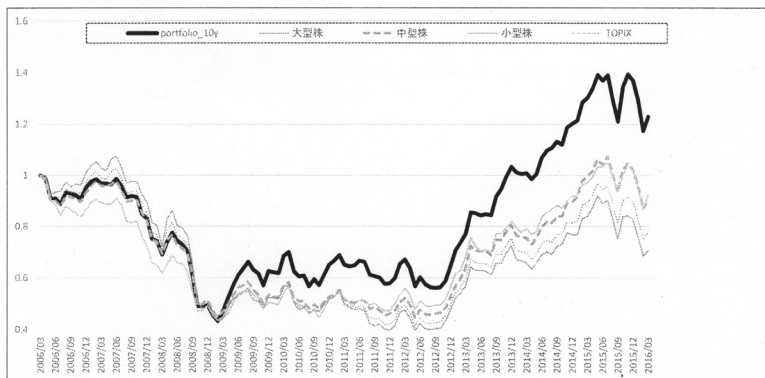


注) 日経NEEDSのFinancial Questより筆者作成。算出開始時点の値を1としている。以下のグラフも同様。

図表4\_② ポートフォリオ価値の推移（保有期間5年のケース）



図表4\_③ ポートフォリオ価値の推移（保有期間10年のケース）



図表5 ポートフォリオの（月次）リターンとリスク

	portfolio_3y	大型株	中型株	小型株	TOPIX
(I) 平均	0.0132	0.0061	0.0095	0.0085	0.0074
標準偏差	0.0443	0.0535	0.0482	0.0445	0.0505
平均／標準偏差	0.2984	0.1139	0.1975	0.1911	0.1458
	portfolio_5y	大型株	中型株	小型株	TOPIX
(II) 平均	0.0113	0.0060	0.0093	0.0096	0.0073
標準偏差	0.0473	0.0560	0.0481	0.0462	0.0520
平均／標準偏差	0.2378	0.1069	0.1937	0.2072	0.1411
	portfolio_10y	大型株	中型株	小型株	TOPIX
(III) 平均	0.0017	-0.0029	-0.0009	-0.0006	-0.0021
標準偏差	0.0546	0.0594	0.0513	0.0503	0.0552
平均／標準偏差	0.0315	-0.0480	-0.0166	-0.0129	-0.0375

(注) 各保有期間における月次リターンで算出した（幾何）平均及び標準偏差である。

### 3. おわりに

コーポレートガバナンスに対する投資家や企業の注目度が高まる中、2015年6月以降、コーポレートガバナンス・コードが適用されて、上場企業はコードで定められている各原則に対して実施するか（コンプライ）または実施しない場合はその理由を説明する（エクスプレイン）ことが求め

られている。このような背景の中で本稿では、すべての原則にコンプライする（フルコンプライ）企業をガバナンス優等生として定義し、当該企業（群）の中長期における（過去の）株式リターンのパフォーマンスを測定した。

結果をまとめると次のようである。フルコンプライ企業の個別単位の成績は、市場全体と比べ平均的にはアウトパフォーマンスしている。しかし、保有期間における市場全体のパフォーマンスを上回るフルコンプライ企業の割合は約52%から60%、そして所属している業種のそれを上回るのは約40%から57%を見せており、フルコンプライ企業の約半分はベンチマークよりアンダーパフォーマンスしていることもわかる。一方、フルコンプライ企業をセットで保有した場合のポートフォリオのパフォーマンスは、中長期にわたって（本稿で用いたすべての）ベンチマークをアウトパフォーマンスしていることが分かった。さらに、リスクを考慮した後の結果においてもフルコンプライ・ポートフォリオの優位性はそのまま維持されている。

以上が本稿の分析結果である。本稿ではフルコンプライ企業をガバナンスの優等生として定義し分析を行ったが、特にフルコンプライ・ポートフォリオに関してはその定義にふさわしい分析結果が得られた。（平均的にいえば）市場からの高い支持（株式リターンのアウトパフォーマンス）を得ている企業がガバナンスコードに対してフルコンプライしていることは明らかになった。この結果はコーポレートガバナンス・コードへのフルコミットメントを選択した企業の対応は市場規定の変化に合わせた形式的なものであるというより、市場（投資家）の期待に応える努力を積み重ねてきた準備されたものであるということを示唆しているといえよう<sup>15)</sup>。

---

15) Quick ESG研究所の財務指標の集計結果 (<https://www.esg.quick.co.jp/research/413>) の図表1をみると、フルコンプライ企業（全企業）は財務指標もその他企業（エクスプレイン企業）より全体的に良好であることが分かる。特に投資家にとって大事とされるROEの平均値はエクスプレイン企業のそれより高い7.32%であるのに対して、エクスプレイン企業の場合、エクスプレイン数が1つ以上の企業の場合は6.89%、エクスプレイン数が3つ以上の企業は6.13%である。

もっとも、本稿の結果は、企業のガバナンス（原因）とパフォーマンス（結果）間の因果関係を示すものではない。むしろ、パフォーマンスがよい企業がガバナンスにコミットしているという逆の関係を暗示しているかもしれない。ガバナンスコードの施行後、コーポレートガバナンスへの企業の対応が企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしているかについては今後の課題となるだろう。

### 参考文献

- 近藤一仁・柳良平（2013）『企業価値評価改善のための財務・IR&SR戦略』中央経済社
- 藤田勉（2016）『コーポレートガバナンス改革時代のROE戦略効用と限界』中央経済社

図表6 本稿で用いたフルコンプライ企業の会社名と業種名

No	会社名	業種名	No	会社名	業種名
1	豊田自動織機	輸送用機器	51	富士急行	陸運業
2	エーザイ	医薬品	52	アイネス	情報・通信業
3	三菱商事	卸売業	53	富士フイルムホールディングス	化学
4	アイシン精機	輸送用機器	54	TOTO	ガラス・土石製品
5	オムロン	電気機器	55	イビデン	電気機器
6	トヨタ自動車	輸送用機器	56	サンリオ	卸売業
7	アマノ	機械	57	関電工	建設業
8	オリンパス	精密機器	58	三菱倉庫	倉庫・運輸関連業
9	味の素	食料品	59	東洋シヤッター	金属製品
10	ミライト・ホールディングス	建設業	60	NTT都市開発	不動産業
11	花王	化学	61	横河電機	電気機器
12	日本板硝子	ガラス・土石製品	62	ゼンショーホールディングス	小売業
13	大京	不動産業	63	丸紅	卸売業
14	コマツ	機械	64	協和エクシオ	建設業
15	三谷産業	卸売業	65	三井造船	輸送用機器
16	愛三工業	輸送用機器	66	三菱瓦斯化学	化学
17	フジシールインターナショナル	その他製品	67	不二サッシ	金属製品
18	トヨタ紡織	輸送用機器	68	富士機械製造	機械
19	ジェイテクト	機械	69	野村総合研究所	情報・通信業
20	NEC	電気機器	70	コムシスホールディングス	建設業
21	三菱電機	電気機器	71	スクウェア・エニックス・ホール	情報・通信業
22	サンゲツ	卸売業	72	焼津水産化学工業	食料品
23	ヒューリック	不動産業	73	日本精機	輸送用機器
24	セイコーエプソン	電気機器	74	CKD	機械
25	ダイキン工業	機械	75	パナソニック	電気機器
26	三井化学	化学	76	藤倉ゴム工業	ゴム製品
27	オイレス工業	機械	77	日本精工	機械
28	ブックオフコーポレーション	小売業	78	AGS	情報・通信業
29	日本電信電話	情報・通信業	79	JCU	化学
30	コニカミノルタ	電気機器	80	住友理工	ゴム製品
31	保土谷化学工業	化学	81	ソニー	電気機器
32	新日鉄住金ソリューションズ	鉄鋼	82	メディバルホールディングス	卸売業
33	インターネットイニシアティブ	情報・通信業	83	明光ネットワークジャパン	サービス業
34	栗田工業	機械	84	日本信号	電気機器
35	キッコーマン	食料品	85	ぐるなび	サービス業
36	サイバネットシステム	情報・通信業	86	ロート製薬	医薬品
37	住友化学	化学	87	小森コーポレーション	機械
38	小林製薬	化学	88	大正製薬ホールディングス	医薬品
39	大阪チタニウムテクノロジーズ	非鉄金属	89	三井倉庫ホールディングス	倉庫・運輸関連業
40	福山通運	陸運業	90	クボタ	機械
41	NECネットエスアイ	情報・通信業	91	丸運	陸運業
42	武田薬品工業	医薬品	92	太平洋工業	輸送用機器
43	リンテック	その他製品	93	東日本旅客鉄道	陸運業
44	明治ホールディングス	食料品	94	SCSK	情報・通信業
45	日本光電	電気機器	95	TOKAIホールディングス	卸売業
46	西日本旅客鉄道	陸運業	96	マツダ	輸送用機器
47	アクセル	電気機器	97	加賀電子	卸売業
48	帝人	繊維製品	98	三重交通グループホールディング	不動産業
49	テルモ	精密機器	99	富士電機	電気機器
50	三井金属鉱業	非鉄金属	100	TDK	電気機器

No	会社名	業種名	No	会社名	業種名
101	アーレスティ	非鉄金属	125	日本瓦斯	小売業
102	オートボックスセブン	卸売業	126	日本触媒	化学
103	ケーヒン	輸送用機器	127	日本水産	水産・農林業
104	信越化学工業	化学	128	日本電産	電気機器
105	積水樹脂	化学	129	ＨＯＹＡ	精密機器
106	日立ハイテクノロジーズ	卸売業	130	セコム	サービス業
107	ＵＡＣＪ	非鉄金属	131	フジ・メディア・ホールディング	情報・通信業
108	東京応化工業	化学	132	ヤマダ電機	小売業
109	ミスミグループ本社	卸売業	133	省電舎ホールディングス	建設業
110	愛知製鋼	鉄鋼	134	新東工業	機械
111	共立メンテナンス	サービス業	135	ベネッセホールディングス	サービス業
112	サンフロンティア不動産	不動産業	136	日本通運	陸運業
113	三晃金属工業	建設業	137	豊田通商	卸売業
114	ＴＢＳホールディングス	情報・通信業	138	ダイドーリミテッド	繊維製品
115	タカラトミー	その他製品	139	ニッキ	輸送用機器
116	カネカ	化学	140	岡村製作所	その他製品
117	スターゼン	卸売業	141	清水建設	建設業
118	メルコホールディングス	電気機器	142	富士通	電気機器
119	ヤマト	建設業	143	クオール	小売業
120	大林組	建設業	144	セントラル硝子	化学
121	バイオニア	電気機器	145	アジアパイルホールディングス	ガラス・土石製品
122	日本テレビホールディングス	情報・通信業	146	旭硝子	ガラス・土石製品
123	住友精化	化学	147	ナブテスコ	機械
124	イエローハット	卸売業	148	資生堂	化学
			149	日本たばこ産業	食料品

注) 3年間 (2013年4月～2016年3月まで) 株式リターンデータが取れる149社のリスト。